

2017 年 08 月 25 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元) A 股 80 元/B 股 49 港元

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2017/8/25)	70.93
深证成指(2017/8/25)	10659.01
股价 12 个月高/低	83.89/64.94
总发行股数(百万)	428.13
A 股数(百万)	307.74
A 市值(亿元)	218.28
主要股东	国药控股股份有限公司(56.06%)
每股净值(元)	20.71
股价/账面净值	3.43
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-6.9 -3.8 2.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-06-30	80.7	买入

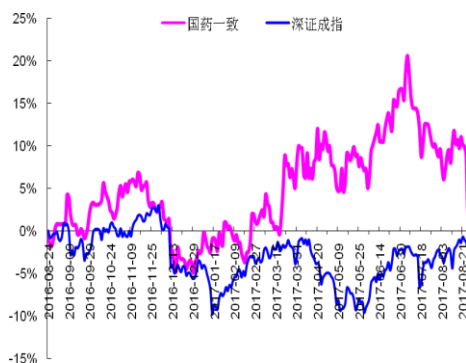
产品组合

医药商业	92.1%
医药制造	7.7%
物流及仓储服务	0.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.6%
一般法人	61.3%

股价相对大盘走势



国药一致(000028.SZ/200028.SZ)

Buy 买入

分销短期承压，零售净利率改善

结论与建议：

■ **同口径对比业绩小幅增长：**公司上半年实现营收 205.3 亿元，录得净利润 5.6 亿元，分别同比下降 0.2% 和下降 15.6%。公司业绩下滑主要是由于比较报表包含了 2016 年 10 月重组置出的三家医药工业企业，剔除此因素后，公司净利同比增长 6.7%。另外，公司去年同期出售致君苏州 67% 的股权获得 1.2 亿投资收益，扣除后，公司净利实际同比增长 37%。

■ **分销短期承压：**受医院对外药房托管，药招等因素影响，公司分销业务增速短期回落，主要是广东区域影响较大些：从子公司来看，国控广州上半年营收为 78.4 亿元，同比仅增长 0.8%。整体来看，医药分销实现营业收入 157.54 亿元，同比微增 1.56%，录得净利润 3.06 亿元，同比增长 5.50%。分销业务短期受政策影响增速有所回落，但从中长期来看，整合后公司分销业务已是两广龙头，未来将在两票制、营改增等政策中持续受益，并且随着新进子公司对接理顺后，公司分销业务将会恢复稳健增长的状态。

■ **零售净利率改善：**并入的国大药房上半年实现营收 48.9 亿元，同比增长 12.0%，实现净利 1.0 亿元，同比增长 30.1%。对比国大药房 2016 年营收 14% 的增长，我们认为今年上半年 12% 并没有低于预期。而从经营质量来看，确实是在改善，毛利率同比提升 0.15 个百分点，费用率同比下降 0.38 个百分点，使得净利率较去年全年的 1.8% 提升 0.2 个百分点至 2.0%，我们认为继续改善挤出利润是可以预期的。

■ **参股获得医药工业企业发展红利：**完成整合后，公司不再控股医药工业企业，而是通过参股致君医药（49%）、坪山制药（49%）、现代制药（15.6%）、万乐药业（35.2%）等获得医药工业企业的发展红利。公司上半年共获得 1.5 亿元投资收益，其中现代制药贡献约 0.6 亿元，致君制药、坪山制药合计贡献约 0.7 亿元。现代制药目前也处于重组融合工作的第一年，我们预计随着整合的深入，公司业绩将会不断提升，并入现代制药下的致君制药、坪山制药业绩预计也将不断增长，公司将可持续获得医药工业企业的发展红利。

■ **盈利预测：**由于短期分销业务承压，我们下调公司盈利预测。我们预计 2017/2018 年公司净利润分别为 12.0 亿元（YOY+2.8%）/13.4 亿元（YOY+11.9%），EPS 分别为 2.8 元/3.14 元，对应 A 股 PE 分别为 25 倍/23 倍，对应 B 股 PE 分别为 13 倍/12 倍。公司整合后作为全国的零售龙头和两广区域的分销龙头，在未来行业集中度提升以及医药分家的行业趋势下将会受益。另外，公司作为国药系控股子公司受益于国企混合所有制改革，有望进一步提高经营效率，实现净利率的提升。目前公司 A 股估值合理，维持“买入”投资建议；B 股估值较低，维持“买入”投资建议。

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016	2017E	2018E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	652	761	1187	1202	1344
同比增减	%	25.36	16.68	55.86	1.29	11.85
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.90	2.10	2.80	2.81	3.14
同比增减	%	4.97	10.53	33.33	0.26	11.85
A 市盈率 (P/E)	X	37.32	33.76	25.32	25.25	22.58
B 市盈率 (P/E)	X	19.73	17.85	13.39	13.35	11.94
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.30	0.40	0.39	0.44
股息率 (Yield)	%	0.28	0.42	0.56	0.55	0.62

预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

人民币百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
营业收入	23954	25993	41248	44765	49801
经营成本	22003	23972	37557	40177	44696
营业税金及附加	47	51	124	141	154
销售费用	522	534	2198	2419	2639
管理费用	474	459	860	838	921
财务费用	123	91	102	98	125
资产减值损失	54	37	-9	0	0
投资收益	50	57	223	527	500
营业利润	781	907	1548	1627	1765
营业外收入	50	55	59	7	30
营业外支出	2	1	7	6	2
利润总额	829	961	1600	1628	1793
所得税	159	174	318	327	344
少数股东损益	17	26	95	100	104
归母净利润	652	761	1187	1202	1344

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
货币资金	868	1571	1806	2077	2389
存货净额	7018	6154	7385	8862	10634
应收帐款净额	2322	2533	2407	2286	2172
流动资产合计	10992	11210	13452	16142	19371
长期投资净额	158	181	235	306	397
固定资产合计	746	1079	1187	1306	1437
无形资产及其他资产合计	330	176	211	254	304
资产总计	1837	2008	2310	2656	3055
流动负债合计	12829	13218	15762	18798	22425
长期负债合计	7688	7326	8791	10549	12659
负债合计	290	326	339	352	367
少数股东权益	7978	7652	9130	10902	13026
股东权益合计	87	113	34	44	101
负债和股东权益总计	4765	5453	6598	7852	9298

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2014	2015	2016	2017E	2018E
经营活动所得现金净额	-797	1048	1,153	1,268	1,395
投资活动所用现金净额	-315	-135	-1400	-1400	-1400
融资活动所得现金净额	868	-198	-2000	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	-244	715	-2247	-2132	-2005

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证①持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证②。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。